

DZ BANK WIRTSCHAFTSBRIEF

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

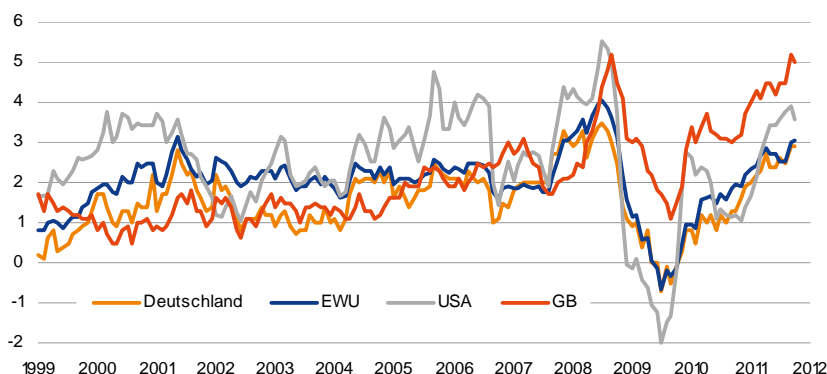
Inflationsgefahren am Horizont

Die Bekämpfung der Staatsschuldenkrise und der davon ausgehenden wirtschaftlichen Belastungen steht derzeit im Zentrum fast aller finanz- und geldpolitischen Maßnahmen in den Industrieländern. Die Notenbanken versuchen den angeschlagenen Finanzsektor durch eine extrem expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik zu stützen und damit gleichzeitig das Gegengewicht zu einer zunehmend restriktiv wirkenden Fiskalpolitik zu bilden.

In den Vereinigten Staaten, in Großbritannien und in Japan treten die Notenbanken dabei auch am Kapitalmarkt als „lender of last resort“ auf, d.h. sie stützen die Kurse von Staatsanleihen teils durch massive Kaufprogramme. Die Europäische Zentralbank hat bislang nur begrenzt in den krisengeschüttelten Anleihemärkten interveniert. Sie gerät aber derzeit unter erheblichen politischen Druck, ebenfalls in größerem Umfang unter Druck stehende Staatsanleihen zu kaufen und damit einen möglichen Zusammenbruch der europäischen Finanzmärkte zu verhindern.

Im aktuell sehr schwachen konjunkturellen Umfeld werden die Inflationsgefahren, die von dieser Politik ausgehen können, fast einhellig als gering eingeschätzt. Teilweise wird sogar ein Japan-Szenario mit Deflationstendenzen als das größere Risiko gesehen.

ANSTIEGENDE INFLATIONS RATEN* TROTZ SCHWACHER KONJUNKTUR



Quelle: Feri *Verbraucherpreise in Prozent J/J (EWU und Deutschland: HVPI)

VOLKSWIRTSCHAFT

Nummer 289
28.11.2011

Notenbanken versuchen den angeschlagenen Finanzsektor durch eine extrem expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik zu stützen.

EZB gerät derzeit unter erheblichen politischen Druck, in noch größerem Umfang Staatsanleihen zu kaufen.

Die geldpolitischen Aktivitäten der letzten Jahre hatten bislang keinen messbaren Effekt auf die Inflationserwartungen der professionellen Marktbeobachter.

Die durchschnittliche Inflationserwartung im Euro-Raum liegt für die kommenden Jahre bei 1,8 bis 1,9 Prozent, was genau dem Inflationsziel der EZB von „unter, aber nahe bei zwei Prozent“ entspricht.

Aus der extrem expansiven Ausrichtung der Geldpolitik in den wichtigsten Ländern erwachsen aus unserer Sicht Gefahren für die Inflationsentwicklung, die derzeit nur unzureichend diskutiert werden.

Wir sehen daher die Inflationsraten auf Sicht der nächsten drei bis fünf Jahre in den Vereinigten Staaten eher bei 4 - 5 Prozent als bei 2,2 Prozent, und in Deutschland und im restlichen Euro-Raum eher bei 2,5 - 3,5 als bei 1,9 Prozent. Der aktuelle Langfrist-Consensus erscheint uns daher im Hinblick auf die Inflationsentwicklung deutlich zu optimistisch.

Unterdessen sind die Inflationsraten in den vergangenen Monaten in vielen Ländern stetig angestiegen. Im Euro-Raum liegen sie derzeit durchschnittlich bei drei, in den Vereinigten Staaten fast bei vier und in Großbritannien bei fünf Prozent. Die Mehrzahl der Prognosen geht jedoch davon aus, dass die Inflationsraten im kommenden Jahr wieder kräftig sinken werden und auch mittelfristig keine nennenswerten Inflationsgefahren existieren. Wir möchten in diesem Wirtschaftsbrief die wichtigsten Argumente für unseren Inflationsausblick diskutieren. Dabei kommen wir zu dem Schluss, dass – wenn auch noch nicht im Hinblick auf 2012 – in den kommenden drei bis fünf Jahren wohl mit deutlich anziehenden Inflationsraten gerechnet werden muss, in den Vereinigten Staaten auf möglicherweise über 4 Prozent und in Deutschland und im restlichen Euro-Raum in einer Spanne von 2,5 - 3,5 Prozent.

Inflationsraten sind in den vergangenen Monaten in vielen Ländern stetig angestiegen

Notenbanken fahren einen extrem expansiven Kurs

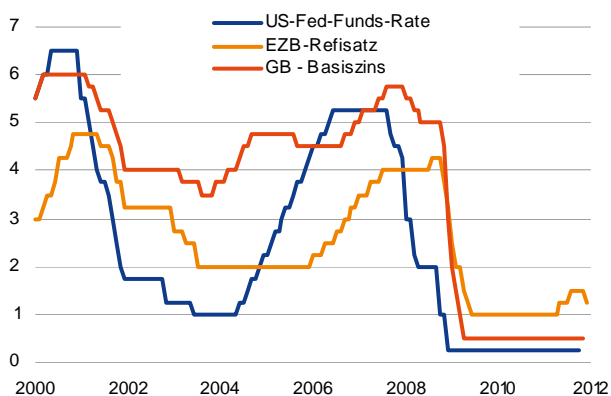
Im Zuge der Finanzkrise senkten die Zentralbanken ihre Leitzinsen auf historische Tiefststände. Die Notenbankzinsen in den USA, in Großbritannien und in Japan liegen seit dem Krisenwinter 2008/2009 auf einem extrem niedrigen Niveau von 0,0 bis 0,5 Prozent. Damit haben die Notenbanken faktisch keinen Spielraum für weitere Zinssenkungen. Im Unterschied zu den anderen großen Notenbanken hatte die Europäische Zentralbank zwar ihren Leitzins im April und Juni dieses Jahres um jeweils 25 Basispunkte auf 1,5 Prozent erhöht, doch hat sie mittlerweile einen dieser beiden Zinsschritte bereits wieder rückgängig gemacht.

Notenbankzinsen in den USA, Großbritannien und Japan liegen seit dem Krisenwinter 2008/2009 auf einem extrem niedrigen Niveau

Neben der Zinspolitik greifen die Zentralbanken verstärkt zu „unkonventionellen“ geldpolitischen Maßnahmen. Dazu gehört auch der Ankauf von Staatsanleihen. Die EZB reaktivierte im August 2011 mit dem Ankauf von vornehmlich spanischen und italienischen Staatsanleihen das „Securities Markets Programme“ (SMP). Insgesamt wurden bislang (Stand 18.11.2011) staatliche Anleihen im Wert von 195 Mrd. Euro (netto) aufgekauft und im Gegenzug durch die Ausgabe von Geldmarktpapieren sterilisiert. Damit soll der expansive Impuls des Ankaufs durch eine Absorption der geschaffenen Geldmenge wieder aufgehoben werden. Des Weiteren entschied sich die EZB im Oktober 2011 zur Wiedereinführung des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen, welches bis Oktober 2012 den Erwerb von Pfandbriefen im Wert von 40 Mrd. Euro vorsieht.

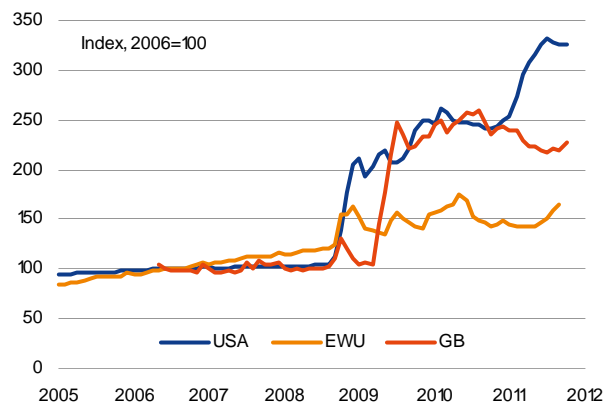
Zentralbanken greifen verstärkt zu „unkonventionellen“ geldpolitischen Maßnahmen

NOTENBANKEN HALTEN ZINSEN EXTREM NIEDRIG



Quellen: US-Notenbank (Fed), EZB und Bank of England (BoE), Zinssätze in Prozent

GELDBASIS WÄCHST SEIT BEGINN DER FINANZKRISE KRÄFTIG



Quellen: US-Fed, EZB und BoE, eig. Ber. (Geldbasis: Bargeldumlauf und Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank; Daten indiziert 2006=100)

Im Vergleich zur EZB ist die Geldpolitik in den meisten anderen Industrieländern seit Beginn der Finanzkrise noch expansiver ausgerichtet. So dehnte die US-Notenbank in der Finanzkrise ihre Zentralbankbilanz noch sehr viel stärker aus. Besonders seit November 2010 hat sie mit der zweiten Runde des Quantitative Easing (QE II) den Anteil von Staatsanleihen in der Zentralbankbilanz noch einmal signifikant erhöht. Im Juni 2011 beschloss die US-Notenbank, ihren Bestand an Staatsanleihen, Hypothekenbesicherten Wertpapieren sowie „Agency-“ und „GSE-Bonds“, die sie seit Frühjahr 2008 erworben hat, durch die Wiederanlage von Tilgungszahlungen auf dem Niveau von rund 2,6 Billionen US-Dollar zu halten.

Die Bilanzausweitung wurde dabei weder von der US-Notenbank noch in Großbritannien oder in Japan durch zusätzliche liquiditätsabsorbierende Maßnahmen auf der Passivseite sterilisiert, so wie das die EZB grundsätzlich handhabt. Das durch die Anleihekäufe zusätzlich in Umlauf gebrachte Geld wird also nicht wieder „eingesammelt“, sondern verbleibt im privaten Sektor. Denn anders als bei der EZB steht weniger die Funktionsfähigkeit bestimmter Anleihemärkte im Fokus, sondern mehr die Verbesserung der Liquidität im Finanzsystem und eine weitere Absenkung des ohnehin schon niedrigen Zinsniveaus am langen Ende der Zinsstrukturkurve. Als neueste Maßnahme rief die Fed die „Operation Twist“ ins Leben, bei der zur weiteren Senkung der langfristigen Zinsen kurzfristige gegen langfristige Anleihen getauscht werden. Über ein mögliches „QE III“ wird in den Vereinigten Staaten gerade diskutiert.

In den meisten Fällen sind die Auswirkungen der sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik auf das Geldmengen- und Kreditwachstum bislang jedoch gering. Das neu geschaffene Geld bleibt im Wesentlichen auf den Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank (ablesbar an der Geldbasis, vgl. Grafik oben), es kommt noch nicht in nennenswertem Umfang über neue Kreditvergabe an den privaten Sektor in Umlauf. Doch erst wenn die zusätzlich geschaffene Geldmenge auch tatsächlich in den Wirtschaftskreislauf einfließt, hat sie nach gängiger Auffassung auch das Potential, inflationssteigernd zu wirken.

Consensus-Erwartungen zeugen von großem Vertrauen in die Geldpolitik

Diese Argumentation prägt ganz offensichtlich auch die Mehrheitsmeinung der professionellen Konjunkturprognostiker. Das zeigen beispielsweise die Consensus-Umfragen zu den langfristigen Inflationserwartungen. Demnach gehen die befragten Prognostiker etwa für Deutschland nicht davon aus, dass die Inflationsrate bis 2020 über die 2-Prozentmarke ansteigen wird. Die durchschnittliche Inflationserwartung liegt für die kommenden Jahre bei 1,8 bis 1,9 Prozent, was genau dem Inflationsziel der EZB von „unter, aber nahe bei zwei Prozent“ entspricht. Auch für die Vereinigten Staaten werden derzeit die langfristigen Inflationsgefahren offenbar als gering eingeschätzt. Der Durchschnitt der Prognostiker sieht derzeit die US-Inflationsrate in den Jahren 2016 bis 2020 bei 2,2 Prozent, fast unverändert gegenüber den Voraussagen vom Herbst 2008. Demnach hatten die geldpolitischen Aktivitäten der letzten Jahre keinen messbaren Effekt auf die Inflationserwartungen der professionellen Marktbeobachter.

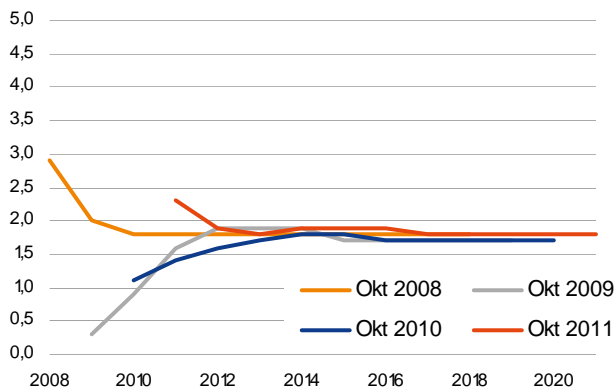
US-Notenbank dehnte ihre Zentralbankbilanz noch sehr viel stärker aus als die EZB

Verbesserung der Liquidität im Finanzsystem und weitere Absenkung des ohnehin schon niedrigen Zinsniveaus stehen im Vordergrund

Neu geschaffenes Geld kommt bislang kaum über neue Kreditvergabe an den privaten Sektor in Umlauf

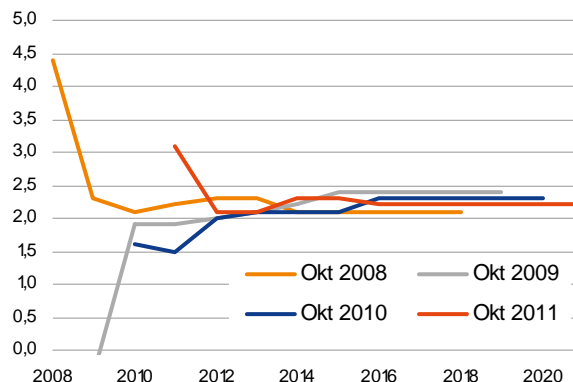
Die durchschnittliche Inflationserwartung liegt in der EWU für die kommenden Jahre bei 1,8 bis 1,9 Prozent.

LANFRISTIGE CONSENSUS-PROGNOSEN FÜR DEUTSCHLAND UND ...



Quelle: Consensus Economics, Umfragen jeweils im Oktober, 2008-2011

USA ZEIGEN DAS GROSSE VERTRAUEN IN DIE GELDPOLITIK



Quelle: Consensus Economics, Umfragen jeweils im Oktober, 2008-2011

Die Stabilität der Inflationserwartungen in den letzten drei Jahren ist vor dem Hintergrund der krisenhaften Umwälzungen und der massiven geld- und finanzpolitischen Reaktionen in dieser Zeit alles andere als selbstverständlich. Woraus speist sich das Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbanken, ihre selbst formulierten Inflationsziele auch zu erreichen?

Die Erfahrung der letzten Jahre dürfte dabei eine wichtige Rolle spielen. Denn das vergangene Jahrzehnt war geprägt durch ein hohes Maß an Preisniveaustabilität. So ist es der Europäischen Zentralbank gelungen, seit Gründung der Währungsunion im Jahr 1999 bis zum Ende des vergangenen Jahres die Inflationsrate im Euro-Raum bei durchschnittlich 1,98 Prozent zu halten. Genauer hätte man das Ziel von „unter, aber nahe bei 2 Prozent“ nicht erreichen können. In den Vereinigten Staaten lag die Teuerungsrate im selben Zeitraum bei 2,5 Prozent, in Großbritannien bei 1,9 Prozent.

Wichtige Rolle der Inflationserwartungen für die Geldpolitik

Offenbar werden die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer also sowohl von der Inflationsentwicklung in der jüngeren Vergangenheit als auch von den kommunizierten Inflationszielen der Zentralbanken beeinflusst. Umgekehrt stellen die Inflationserwartungen, die in Umfragen und in Finanzmarktindikatoren wie etwa den Kursen von inflationsindexierten Anleihen zum Ausdruck kommen, für die Notenbanken wichtige Inputfaktoren für die geldpolitischen Entscheidungen dar.

Neuere Untersuchungen zur Inflationsentwicklung kommen zu dem Schluss, dass die Stabilität der Inflationserwartungen auch einen erheblichen Einfluss auf die aktuelle Inflationsentwicklung ausübt. So haben in den Jahren 2008/2009 offenbar vor allem die stabilen Inflationserwartungen verhindert, dass die Inflationsrate im Euro-Raum noch sehr viel weiter in den negativen Bereich abrutscht, was angesichts des starken Produktionseinbruchs durchaus plausibel gewesen wäre.¹

¹ Vgl. hierzu z.B. das IMF Working Paper 11/121 von Ball/Mazumber „Inflation Dynamics and the Great Recession“, June 2011, oder die OECD-Studie „What Drives Inflation in the Major OECD Economies?“ von Moccero/Watanabe/Courneade, OECD Economics Department Working Paper No. 854, April 2011.

Großes Vertrauen in die Notenbanken

Vergangenes Jahrzehnt war geprägt durch Preisniveaustabilität

Inflationserwartungen als Inputfaktoren für die geldpolitischen Entscheidungen

Stabile Inflationserwartungen verhinderten Abrutschen der Inflation ins Minus

Für die Stabilität der Inflationserwartungen ist wiederum die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik der entscheidende Faktor. Solange diese Glaubwürdigkeit im Hinblick auf die Inflationbekämpfung nicht ernsthaft in Zweifel gezogen wird, bleiben die Inflationserwartungen „verankert“, auch wenn die Notenbanken – wie in den letzten Jahren – unorthodoxe Maßnahmen zur Stützung der Finanzmärkte ergreifen.

Fest verankerte langfristige Inflationserwartungen können also ein stabiles Fundament bilden, auf dem die Geldpolitik auch kurzfristig flexibel agieren kann. Sie muss allerdings immer darauf achten, ihre Glaubwürdigkeit nicht aufs Spiel zu setzen, denn das könnte das Fundament aufweichen, was das gesamte Gebäude – die geldpolitische Strategie – zum Einsturz bringen würde.

Inflationsgefahren für die nächsten Jahre

Aus der extrem expansiven Ausrichtung der Geldpolitik in den wichtigsten Ländern erwachsen daher aus unserer Sicht Gefahren für die Inflationsentwicklung, die derzeit nur unzureichend diskutiert werden:

- Die direkte Staatsfinanzierung durch die Notenbanken über Anleihekäufe in größerem Umfang kann den Einstieg in eine Periode stark steigender Inflationsraten markieren. In Deutschland gibt es in diesem Zusammenhang die Erfahrungen mit der Hyperinflation der zwanziger Jahre, auch wenn eine derart extreme Entwicklung heute ausgeschlossen scheint.
- Überschuldete Staaten haben ein Interesse an steigenden Inflationsraten, denn diese reduzieren den realen Wert der bestehenden Schulden und enteignen tendenziell die Gläubiger. Ein höheres nominales Wachstum der Wirtschaftsleistung erleichtert zudem die Reduktion der Schuldenstandsquote. Allerdings gehen steigende Inflationsraten in der Regel auch mit steigenden Nominalzinsen einher, so dass der Entlastungseffekt vornehmlich während der Restlaufzeit der momentan ausstehenden Schuldtitel zum Tragen kommt.
- Eine anhaltende Niedrigzinsphase führt zu einem Liquiditätsüberschuss, der nach Anlagegelegenheiten sucht und Übertreibungen an Vermögens- oder Gütermärkten auslösen kann. So wird die Niedrigzinspolitik der US-Notenbank von 2002-2005 als einer der Auslöser der Preisblase am US-Häusermarkt angesehen.
- Beginnt die Glaubwürdigkeit der Notenbanken erst zu bröckeln, kann sich eine Inflationsspirale entwickeln, die nur unter hohen Kosten wieder gebrochen werden kann. Als Beispiel mögen die Stabilisierungsrezessionen in den USA und Europa in den frühen 80er Jahren dienen.

Für die EZB steht derzeit besonders viel auf dem Spiel: Als relativ „junge“ Notenbank hat sie ihre Glaubwürdigkeit in erheblichem Maß durch einen „Reputations-transfer“ von der Bundesbank übernommen. Sollte sich in den kommenden Monaten die Einschätzung durchsetzen, dass die EZB dem Ziel der Inflationbekämpfung nicht oberste Priorität einräumt und ihre Unabhängigkeit in Frage steht, könnten sich die Inflationserwartungen für den Euro-Raum daher schneller aus ihrer Verankerung lösen als in den anderen Wirtschaftsräumen.

Glaubwürdigkeit der Geldpolitik als entscheidender Faktor

Das Fundament der Geldpolitik könnte aufweichen

Direkte Staatsfinanzierung durch die Notenbanken gefährlich

Inflation erleichtert die Reduktion der Schuldenstandsquote

Erneute Übertreibungen an Vermögens- oder Gütermärkten möglich

Glaubwürdigkeit der Notenbanken lässt sich nur schwer reparieren

Für die EZB steht derzeit viel auf dem Spiel

Diese Gefahren sind eher mittel- bis langfristiger Natur. Sie werden sich im kommenden Jahr nach unserer Einschätzung noch nicht auswirken, das Jahr 2012 wird noch von rückläufigen Inflationsraten geprägt sein. Ab dem Jahr 2013 kann sich dann aber in den Industrieländern eine Tendenz zu steigenden Teuerungsraten durchsetzen. Dabei dürfte ein erster preissteigernder Impuls von den Rohstoffmärkten ausgehen, aber auch bei den Lohnkosten erwarten wir in einigen Ländern einen stärkeren Aufwärtsdruck. Wir sehen daher die Inflationsraten auf Sicht der nächsten drei bis fünf Jahre in den Vereinigten Staaten eher bei 4 - 5 Prozent als bei 2,2 Prozent, und in Deutschland und im restlichen Euro-Raum eher bei 2,5 - 3,5 als bei 1,9 Prozent. Der aktuelle Langfrist-Consensus erscheint uns daher im Hinblick auf die Inflationsentwicklung deutlich zu optimistisch.

Fazit

Die Niedrigzinspolitik der wichtigsten Notenbanken, kombiniert mit dem Ankauf von größeren Mengen an Staatsanleihen und sonstigen Problemaktiva, soll einen Zusammenbruch des globalen Finanzsystems verhindern. Die Geldpolitik wird diese extrem expansive Ausrichtung vermutlich noch einige Zeit beibehalten müssen, um ihr Ziel zu erreichen. Sollte sie erfolgreich sein, so wird zu den Folgen dieser Politik nach unserer Einschätzung auch ein nachhaltiger Anstieg der Inflationsraten in den Industrieländern gehören. Die Consensus-Meinung der Marktteilnehmer halten wir in diesem Punkt für zu optimistisch.

Inflationsraten in den nächsten drei bis fünf Jahren in den USA eher bei 4 - 5 Prozent, in Deutschland und im restlichen Euro-Raum eher bei 2,5 - 3,5

Consensus-Meinung der Marktteilnehmer sind aus unserer Sicht zu optimistisch

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
Verantwortlich: Dr. Hans Jäckel, Leiter Volkswirtschaft und Content Management, Tel.: 069 7447 2280, E-Mail: hans.jaeckel@dzbank.de
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

AUTOR(EN) UND ERSTELLER

Dr. Michael Holstein	Leiter Makroökonomik/Branchenresearch	+49 - (0)69 - 74 47 - 22 82	michael.holstein@dzbank.de
-----------------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------
